

Aproximaciones a la estabilidad económica y el rol de los bancos centrales

Lic. Gabriel Loza Telleria

Julio de 2012

Objetivo

- En los últimos cuatro años, los bancos centrales han tenido que enfrentar diferentes shocks como resultado de una crisis global con diferentes expresiones como la crisis financiera, la elevada volatilidad de los tipos de cambio, shock de términos de intercambio y de oferta junto con una crisis de alimentos.
- En este contexto se analizarán sintéticamente, las respuestas implementadas en la región, en política monetaria y cambiaria en el marco del régimen de política monetaria como el de metas explícitas de inflación (*inflation targeting*, IT), y comparando con la política monetaria aplicada en Bolivia basada en agregados monetarios.

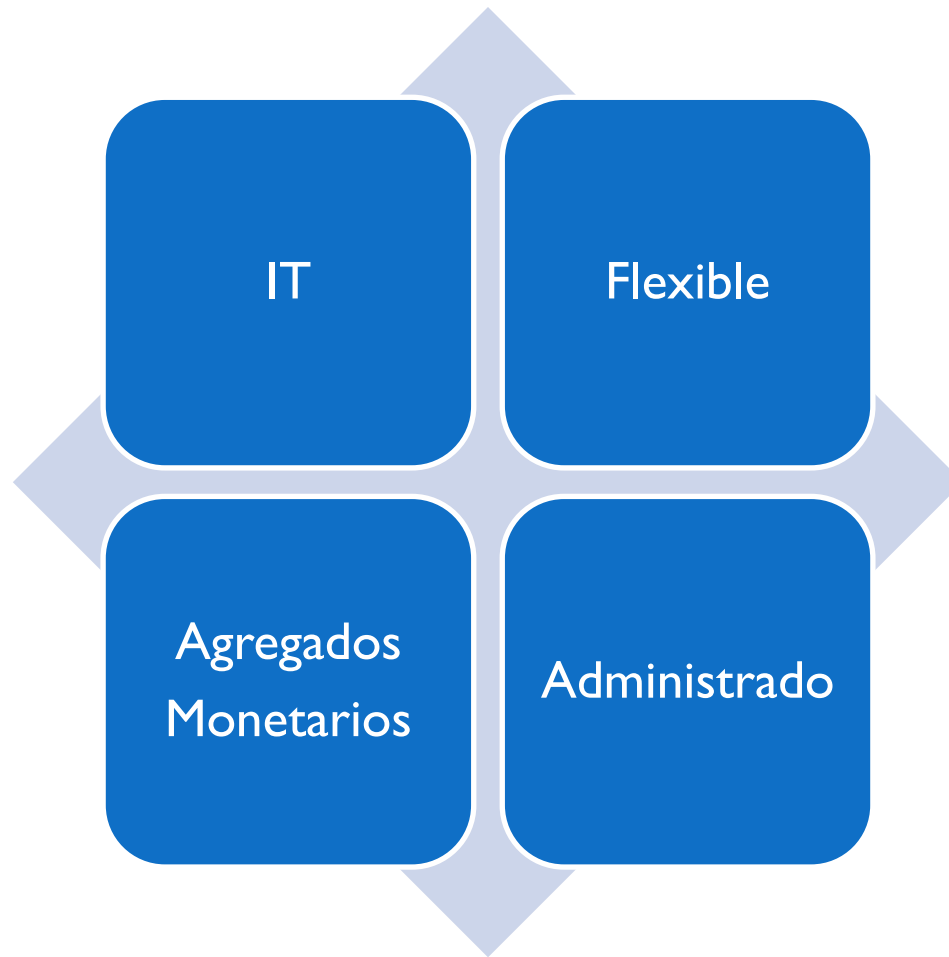
Contenido

1. Antecedentes
2. El caso de los países emergentes: Dos objetivos, dos instrumentos
3. El caso boliviano: la política monetaria y cambiaria del BCB

I. Antecedentes

- La literatura teórica y empírica, en el caso de los países emergentes, tiende a centrarse en la política monetaria aplicada por sus bancos centrales, basadas en metas explícitas de inflación (en adelante IT).
- En este marco, algunos trabajos han analizado críticamente las limitaciones en tiempos de crisis global del casillero óptimo; que recomendaba una política monetaria basada en tasas de interés que responda solamente a cambios en la inflación esperada, dejando flotar libremente el tipo de cambio.
- El caso boliviano muy distinto, puesto que aplica una política monetaria basada en agregados monetarios, pero con inflación objetivo referencial y con un régimen administrado de tipo de cambio.

Casilleros de Política Monetaria y Cambiaria



- Una razón por la que ganó amplia aceptación las Metas de Inflación como el ancla de la política monetaria fue el fallecimiento de su predecesor, el tipo de cambio de objetivo, respecto de las crisis de la década de 1990. Los Tipos de Cambios Fijos habían sido objeto de ataques especulativos fatales y las autoridades necesitaban algo nuevo para anclar las expectativas del público sobre la política monetaria. Las Metas de Inflación se encontraban en el lugar correcto en el momento adecuado (J. Frenkel, 2012).
- En el periodo que antecedió a la crisis financiera global, a partir de 1990, un número creciente de bancos centrales, tanto en economías desarrolladas como emergentes, adoptaron esquemas de política monetaria, en donde el objetivo principal era mantener la estabilidad de precios.

País	Banco Central	Inflación objetivo para 2011 (%)
Australia	Reserve Bank of Australia	2,5
Brasil	Banco Central do Brasil	4,5
Canadá	Bank of Canada	2,0
Chile	Banco Central de Chile	3,0
Colombia	Banco de la República de Colombia	3,0
Filipinas	Bangko Sentral ng Pilipinas	4,5
Ghana	Bank of Ghana	9,0
Guatemala	Banco de Guatemala	5,0
Hungría	Hungarian National Bank	3,0
Indonesia	Bank Indonesia	5,0
Islandia	Central Bank of Iceland	2,5
Israel	Bank of Israel	3,0
Japón	Bank of Japan	1,0
México	Banco de México	3,0
Noruega	Norges Bank	2,5
Nueva Zelanda	Reserve Bank of New Zealand	2,0
Perú	Banco Central de Reserva de Perú	2,0
Polonia	National Bank of Poland	2,5
Reino Unido	Bank of England	5,0
República Checa	Czech National Bank	3,0
República de Corea	Bank of Korea	3,0
Rumania	The National Bank of Romania	3,0
Sud Africa	South African Reserve Bank	4,5
Suecia	Sveriges Riskbank	2,0
Suiza	Swiss National Bank	2,0
Tailandia	Bank of Thailand	1,8

No adoptó un esquema de metas implícitas



País	Banco Central	Inflación objetivo para 2011 (%)
Argelia	Bank of Argelia	3,5
Botswana	Bank of Botswana	4,0
Bolivia	Banco Central del Bolivia	5,0
China	People's Bank of China	4,0
Costa Rica	Banco Central de Costa Rica	5,0
Estados Unidos	Federal Reserve	2,0
Honduras	Banco Central de Honduras	7,0
India	Reserve Bank of India	5,5
Kenia	Central Bank of Kenia	5,0
Marruecos	Bank Al-Maghrib	2,0
Pakistan	State Bank of Pakistan	12,0
Paraguay	Banco Central de Paraguay	5,0
República Dominicana	Banco Central de la República Dominicana	5,5
Rusia	Central Bank of Russia	7,0
Singapur	Central Bank of Singapore	2,3
Uruguay	Banco Central de Uruguay	5,0
Unión Europea	Central Bank of Kenia	2,0
Venezuela	Banco Central de Venezuela	24,0

2. El marco de metas de inflación

- Desde el inicio, las Metas de Inflación han incluido cuatro elementos principales (Mishkin, 2004; y Heenan, Peter y Roger, 2006):
 - Un banco central con el mandato explícito de preservar la estabilidad de precios como objetivo primordial de la política monetaria y un alto grado de autonomía operativa para perseguir tal objetivo.
 - Metas cuantitativas explícitas para la inflación.
 - Rendición de cuentas del banco central en cuanto al logro del objetivo de inflación, principalmente mediante el requisito de una alta transparencia en la estrategia e implementación de la política.
 - Definición de la política a partir de una evaluación prospectiva de las presiones inflacionarias, basada en una amplia variedad de información.

Scott Roger (2010), Veinte años de metas de inflación. Finanzas y Desarrollo.

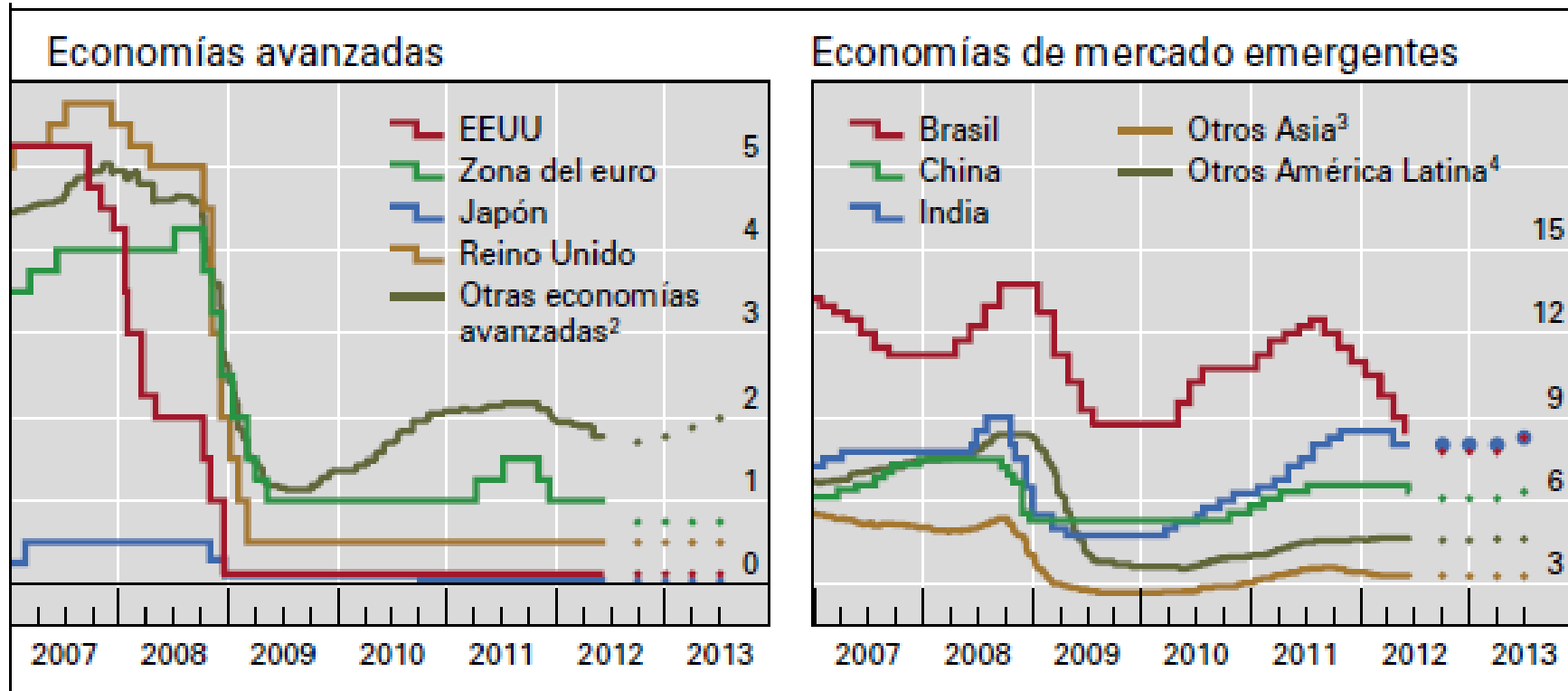
- Este enfoque parte de que los bancos centrales no pueden perseguir y alcanzar sistemáticamente múltiples objetivos, como un bajo nivel de inflación y además de desempleo, con un solo instrumento básico: la tasa de interés de política monetaria.
- Reconoce que a largo plazo la política monetaria puede influir en variables nominales pero no reales (ajustadas por inflación); que una alta inflación perjudica el crecimiento y la justa distribución del ingreso, y que las expectativas y la credibilidad inciden significativamente en la eficacia de la política monetaria.
- La evidencia indica que las metas de inflación han funcionado bien en un amplio espectro de países y circunstancias-.... cabe suponer que las características principales de estos regímenes permanecerán invariables dadas las inquietudes expresadas por varios grandes bancos centrales con respecto a Olivier Blanchard, del FMI, de aumentar las metas de inflación para dar un mayor margen a los bancos centrales que les permita bajar las tasas de interés durante graves desaceleraciones.
- Scott Roger (2010), Veinte años de metas de inflación. Finanzas y Desarrollo.

Política Monetaria y Estabilidad Financiera*

- La estabilidad macroeconómica alcanzada en los últimos años ha sido insuficiente para preservar la estabilidad financiera, la cual se consideraba como un subproducto natural del éxito de la estabilidad macroeconómica dado un enfoque microprudencial, buscaba garantizar la solvencia individual de los participantes del mercado”.
- En periodos de estrés en los mercados financieros, los mecanismos de transmisión de la política monetaria pueden afectarse severamente, haciendo que **los cambios en la tasa de política monetaria (la tasa de interés de referencia) no se transmitan al resto de tasas de interés del sistema financiero.**
- Paul Castillo (2012): Algunas lecciones: Moneda y Política Monetaria. Moneda 150.

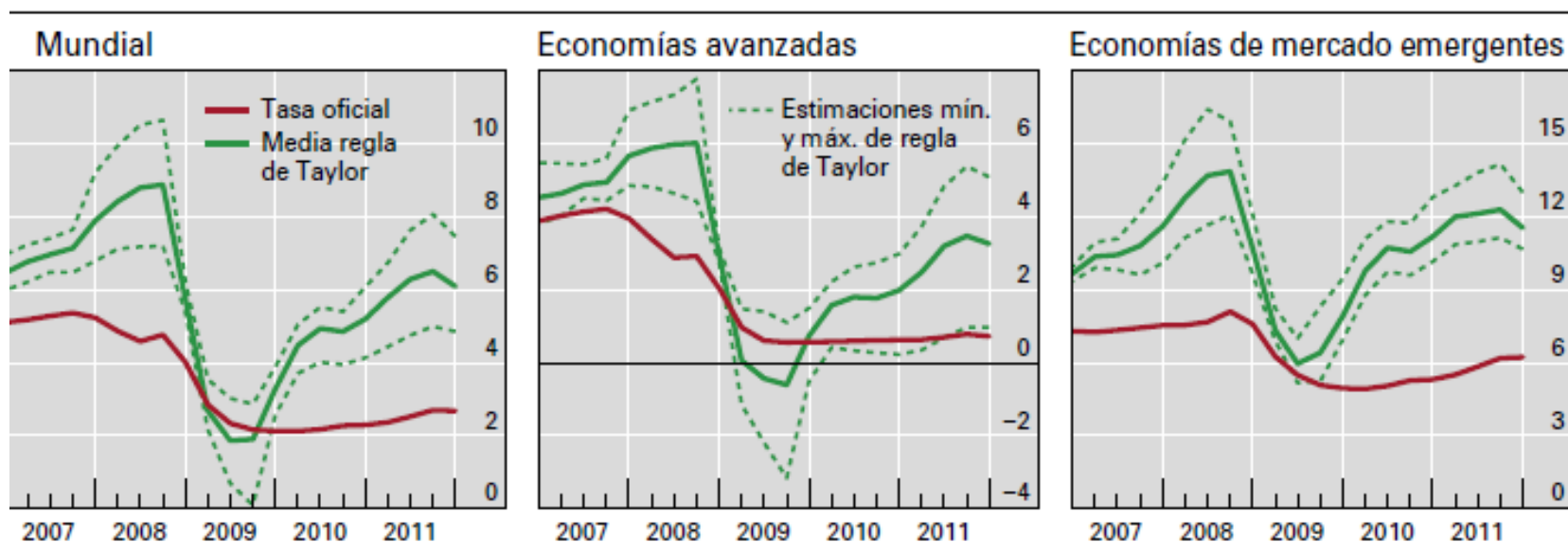
- La habilidad de la política monetaria para contener sus efectos negativos utilizando únicamente la tasa de interés se reduce y se hace necesaria una mayor intervención de los bancos centrales en los mercados de crédito y del uso de políticas monetarias no convencionales.
- En América Latina, varios bancos centrales han utilizado instrumentos como los encajes, los límites a las posiciones de cambio, y los requerimientos de liquidez, de manera cíclica, para enfrentar los potenciales desequilibrios que pueden generar una masiva entrada de capitales de corto plazo.

Tasas de interés oficiales (En porcentajes)



Evidentemente, las tasas de interés reales y las reglas de Taylor no pueden determinar plenamente la orientación de la política monetaria

Tasas oficiales de referencia (En porcentajes)



Las reglas de Taylor se calculan como $i = c + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$, donde π es una estimación de la inflación y donde y es una estimación de la brecha del producto. La constante c se define como la suma de la tasa media de inflación y el crecimiento del PIB real desde T1 2000. π^* se calcula como el nivel medio de la tasa de inflación desde T1 2000. Se estimaron reglas de Taylor para todas las combinaciones de tres medidas de inflación (general, subyacente y previsiones de consenso de la inflación general) y estimaciones de la brecha del producto obtenidas a partir de tres métodos diferentes de cálculo del producto potencial (filtro de HP, tendencia lineal y componentes no observados). El gráfico indica la tasa de Taylor media, máxima y mínima para cada una de las nueve combinaciones.

Los bancos centrales acometieron nuevas medidas de política a través de sus balances.

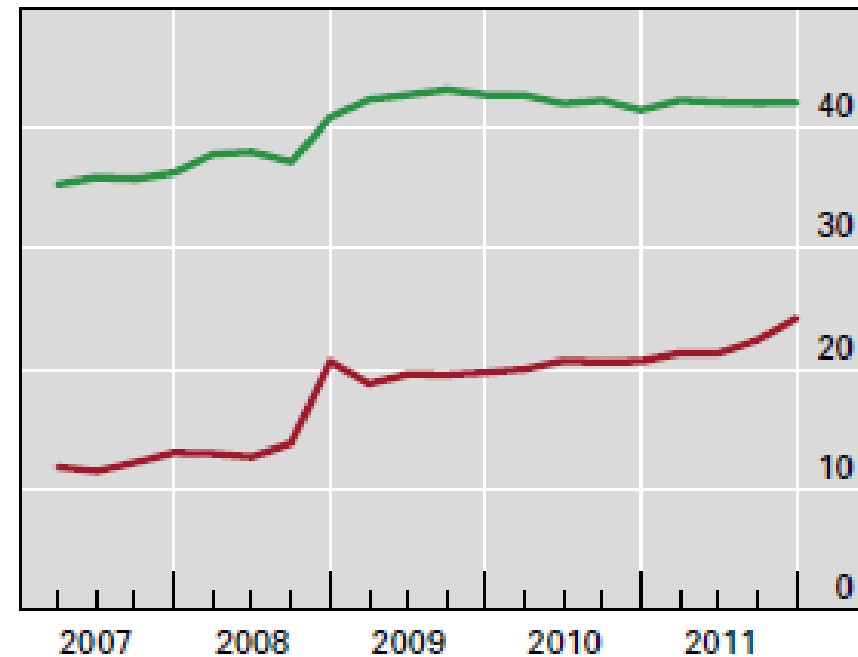
- La Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón ampliaron sus programas vigentes de compras de activos o lanzaron nuevos programas a gran escala encaminados a reducir las tasas de interés a largo plazo y las primas de riesgo financiero en general, con el fin de relajar aún más las condiciones monetarias.
- El sesgo de la política monetaria parece considerablemente más acomodaticio al considerar la expansión sin precedentes de los balances de los bancos centrales. Los activos totales de éstos se han duplicado con creces en el curso de los últimos cuatro años, ascendiendo aproximadamente a 18 billones de dólares a finales de 2011.
- BIS (2012) 8vo Reporte Anual. Junio.

Activos de los Bancos Centrales

Activos totales,
en billones de dólares de EEUU corrientes



Activos totales,
en porcentaje del PIB



¹ Total de las principales economías avanzadas (véase Gráfico IV.6). ² Total de las principales economías de mercado emergentes (véase Gráfico IV.6).

Fuentes: FMI; *Estadísticas Financieras Internacionales*; Datastream; datos nacionales.

Gráfico IV.7

Y América Latina según el FMI

- Las respuestas de política monetaria durante el período de tensión financiera global ocurrido en 2011 variaron de un país a otro. Algunos países (Brasil, Chile, Perú) redujeron o mantuvieron las tasas de política monetaria nominales al desacelerarse el crecimiento . Otros (Colombia y Uruguay) continuaron aplicando una política más restrictiva ante la persistencia de presiones de demanda y el hecho de que las expectativas de inflación se situaban por encima de la meta (Uruguay).
- Los bancos centrales deberían estar dispuestos a actuar para garantizar el funcionamiento ordenado del mercado y evitar repercusiones negativas en las condiciones financieras domésticas y aplicar políticas monetarias más restrictivas hasta alcanzar niveles neutrales, a fin de mantener las expectativas de inflación bien ancladas.
- Por lo tanto, será importante mantener la inflación más cerca del punto medio del rango oficial, para contrarrestar las desviaciones anteriores.
- FMI (2012), Perspectivas Económicas Regionales: Las Américas.

Opciones extremas de los Bancos Centrales

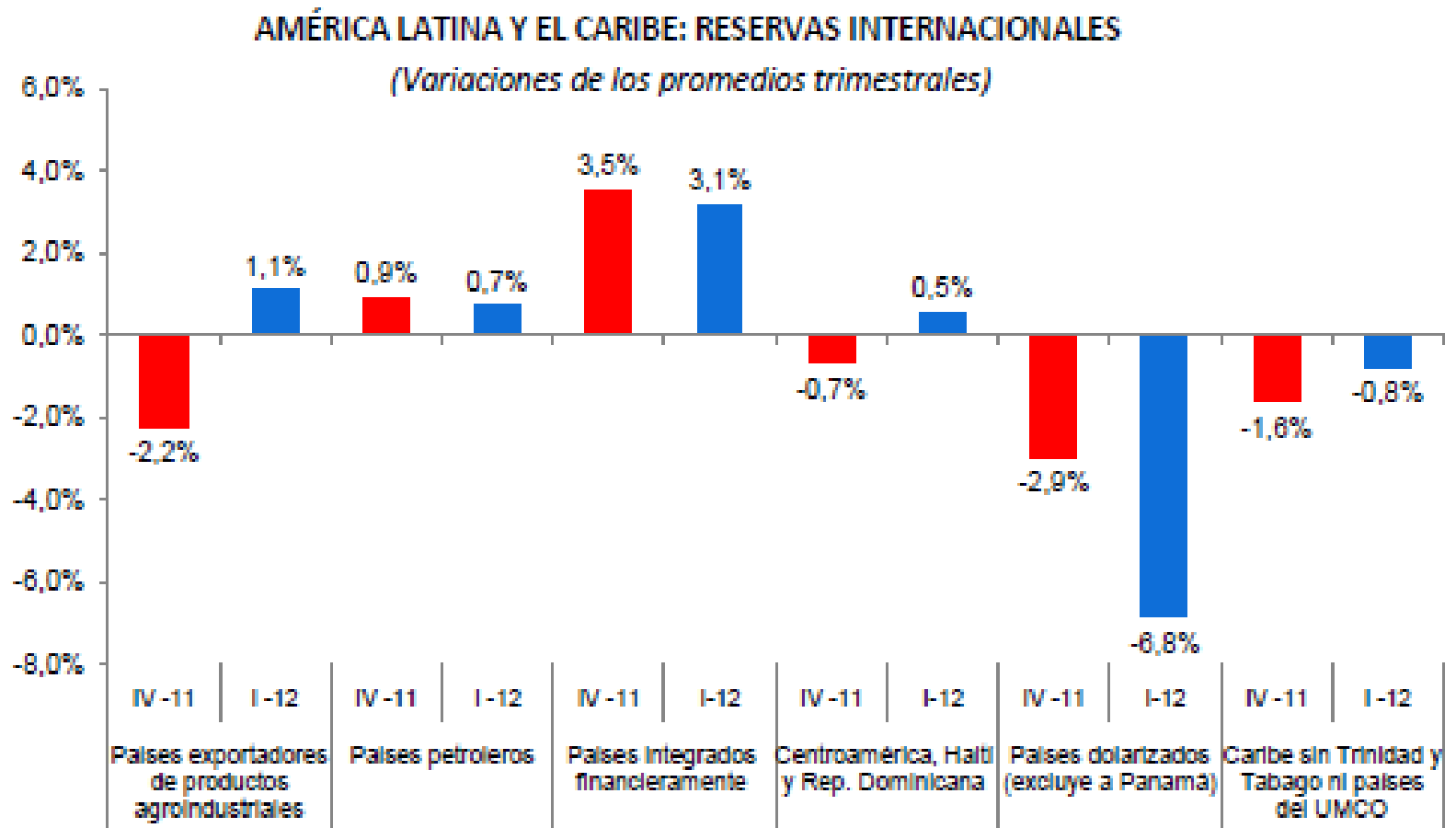
- Política Monetaria discrecional
- Política Cambiaria discrecional
- Máxima flexibilidad frente a shocks inesperados
- Plena discreción mina la credibilidad
- Estrictas Metas Implícitas de inflación (IT)
- Libre flotación del tipo de cambio
- Política de tasa de interés solamente a cambios en la inflación esperada

Lecciones de la crisis

- La crisis financiera global ha recordado a los mercados emergentes que los flujos de capital pueden ser altamente volátiles y que la crisis no necesitan ser amplificadas desde adentro.
- Entradas bruscas de capital conducen a la larga a la apreciación de la moneda por encima de su valor de mediano plazo y puede resultar en problemas económicos, de manera que **intervenciones en el mercado cambiario pueden ser óptimas bajo el régimen de metas de inflación.**
- Por lo tanto hay potencialmente dos objetivos de política: inflación y volatilidad del tipo de cambio. Usando dos instrumentos: política de tasa de interés y las intervenciones esterilizadas del mercado de divisas, ayudan a mantener baja inflación y evitar volatilidad cambiaria.
- Ostry, Gosh and M Chamon (2012).

- Grandes desviaciones del tipo de cambio real de su equilibrio mediano plazo pueden generar costos como la enfermedad holandesa y efectos de balance llevan a los bancos centrales la adición del tipo de cambio al objetivo de inflación.
- Dada una imperfecta movilidad de capitales y sustituibilidad de activos, **los bancos centrales pueden utilizar dos instrumentos: política de tasa de interés e intervención del mercado cambiario .**
- La política de tasa de interés puede atenuar negativos shocks de demanda pero podría no reaccionar a shocks de los flujos de capital, **mientras que intervenciones cambiarias podrían ser usadas para resistir presiones a la apreciación derivadas de las entradas de capital y depreciaciones desde shocks de demanda negativos.**
- Explicito reconocimiento del banco central de su preferencia por el tipo de cambio puede fortalecer la credibilidad en sus metas de inflación.

- La reservas internacionales se ajustaron para evitar la volatilidad cambiaria



CEPAL (2012), Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe.
Junio

- Durante los episodios en que se agudizó la incertidumbre en los mercados mundiales, las fluctuaciones del tipo de cambio nominal han sido pronunciadas. Esto ha reforzado la convicción de las autoridades monetarias sobre la necesidad de contar con tipos de cambio que, aunque sean flexibles, no estén sujetos a una volatilidad extrema y estabilicen los estímulos para la producción de bienes exportables y transables, lo que explica las frecuentes intervenciones en los mercados cambiarios..
- Durante el año 2011 y el primer trimestre de 2012 siguieron predominando las políticas tendientes a evitar grandes variaciones de las monedas nacionales, mediante la acumulación de reservas internacionales, con el fin de facilitar la apreciación de la moneda, o la reducción de reservas, con el propósito de mantener tipos de cambio fijos o relativamente estables ante fluctuaciones que pudieran causar depreciaciones transitorias.
- CEPAL (2012), Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe. Junio.

BIS (2012): Acumulación de reservas

- Las autoridades japonesas y el Banco Nacional de Suiza (SNB) intervinieron en los mercados de divisas ante la acusada apreciación de sus monedas por efecto de los flujos de capital hacia activos refugio. Las reservas de divisas de Japón aumentaron en 185 000 millones de dólares en 2011, hasta alcanzar un volumen total de 1,22 billones de dólares.
- El SNB optó por fijar un tipo de cambio mínimo de 1,20 francos suizos por euro en septiembre del pasado año. Aunque el incremento de las reservas de divisas en Suiza en 2011 (54 mil millones) fue inferior a la del año anterior (154 mil millones) , el incremento mensual en mayo de 2012 fue superior al 25% al acentuarse las presiones sobre el tipo de cambio mínimo fijado entre el franco suizo y el euro.
- Brasil aumentó 63 mil millones de dólares, Chile 14 mil millones y México 23 mil millones.

¿Y la flexibilidad del FMI?

- Los *tipos de cambio deberían mantenerse flexibles* para crear márgenes de maniobra que permitan hacer frente a shocks externos. A fin de manejar flujos de capitales cuantiosos y volátiles, debería permitirse que los tipos de cambio fluctuaran para no crear presiones de mercado en una sola dirección.
- Podría considerarse la intervención cambiaria, particularmente después de haberse permitido un grado de apreciación sustancial, manteniendo la atención sobre los costos de esterilización⁴. También podrían adoptarse medidas administrativas como parte del conjunto de herramientas disponibles, pero no deberían utilizarse como sustituto a una orientación de política adecuada. Finalmente, deberían evitarse las restricciones al comercio exterior.
- FMI (2012) *Perspectivas Económicas. Las Américas. Restableciendo la flexibilidad y fortaleza.*

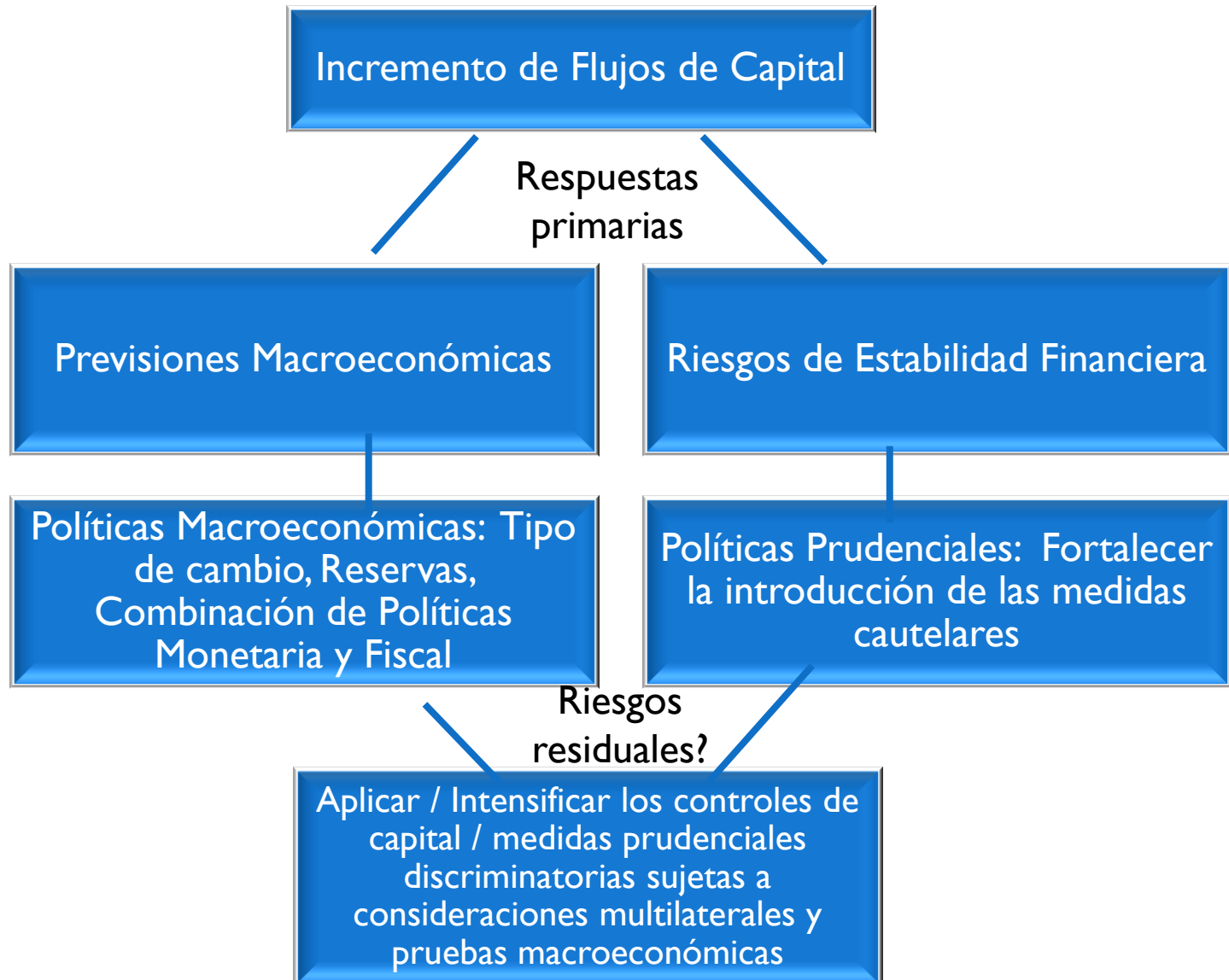
¿Importa el régimen cambiario?

- Cuarenta años de convivencia entre regímenes cambiarios fijos y flotantes permiten extraer algunas lecciones.
- La más importante es que los regímenes per se no son suficientes para evaluar el desempeño económico de los países. Lo importante es el marco general de política monetaria y fiscal compatible al régimen.
- Vega M y E Lahura; 82012), Regímenes Cambiarios y desempeño macroeconómico. Moneda 150. Perú.

Controles de Capital

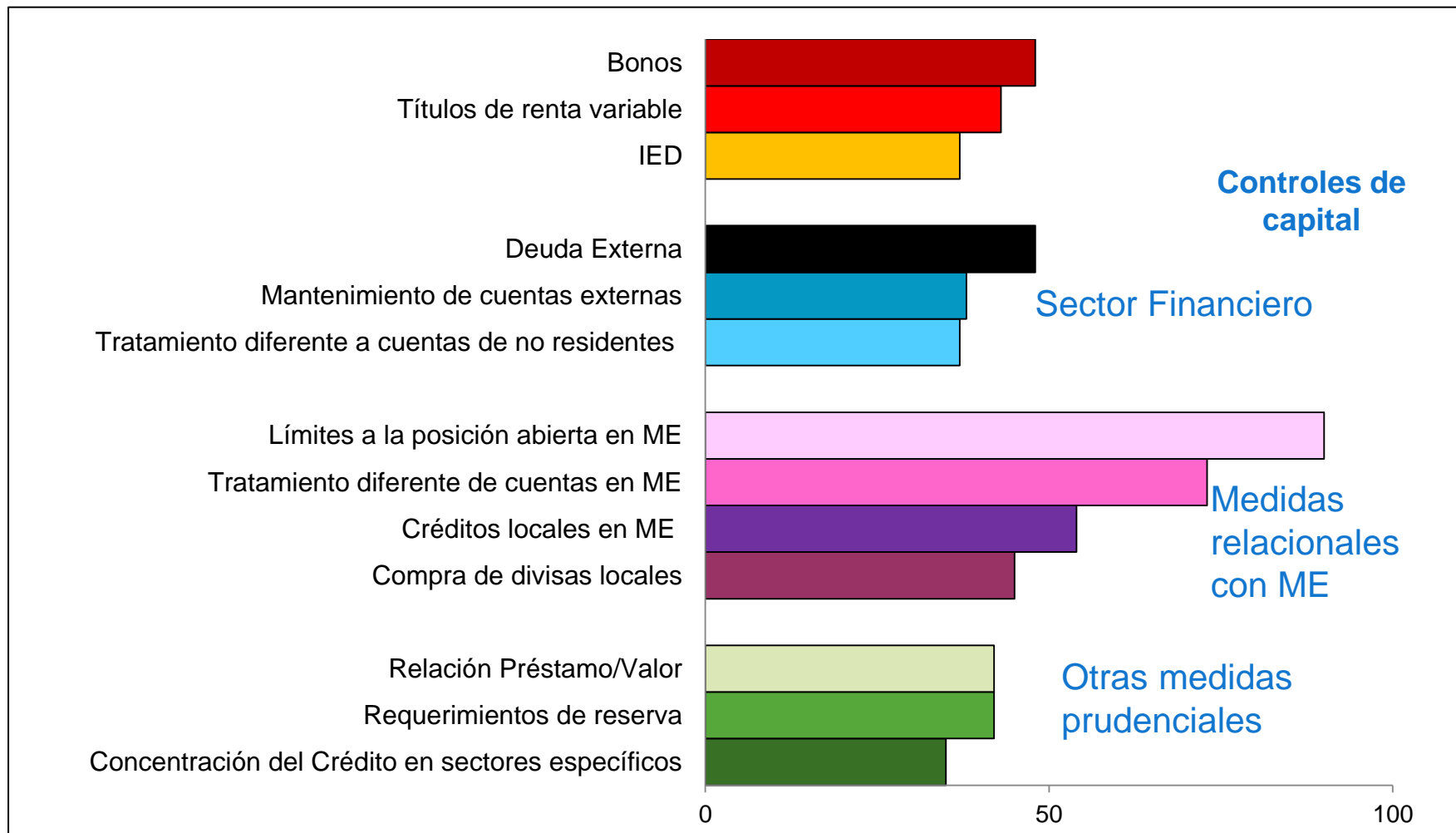
- En la actual coyuntura, es esencial el ahorro de los ingresos fiscales temporales. No obstante, restricciones en la cuenta de capitales podrían ser necesarias para complementar el conjunto de instrumentos de política económica, sin sustituir los ajustes necesarios en las políticas macroeconómicas. Es decir, en el contexto actual de circunstancias mundiales excepcionales, estas restricciones podrían ser necesarias, aun después de evitar la aplicación de políticas macroeconómicas procíclicas y proteger el sector financiero.
- Estas restricciones deberían considerarse por motivos de estabilidad macroeconómica —para evitar riesgos excesivos derivados de profundos déficits en cuenta corriente— más que como una manera de lograr cierto tipo de cambio.

Uso de controles de capital para el riesgo de estabilidad macroeconómica y financiera



Menú de Medidas

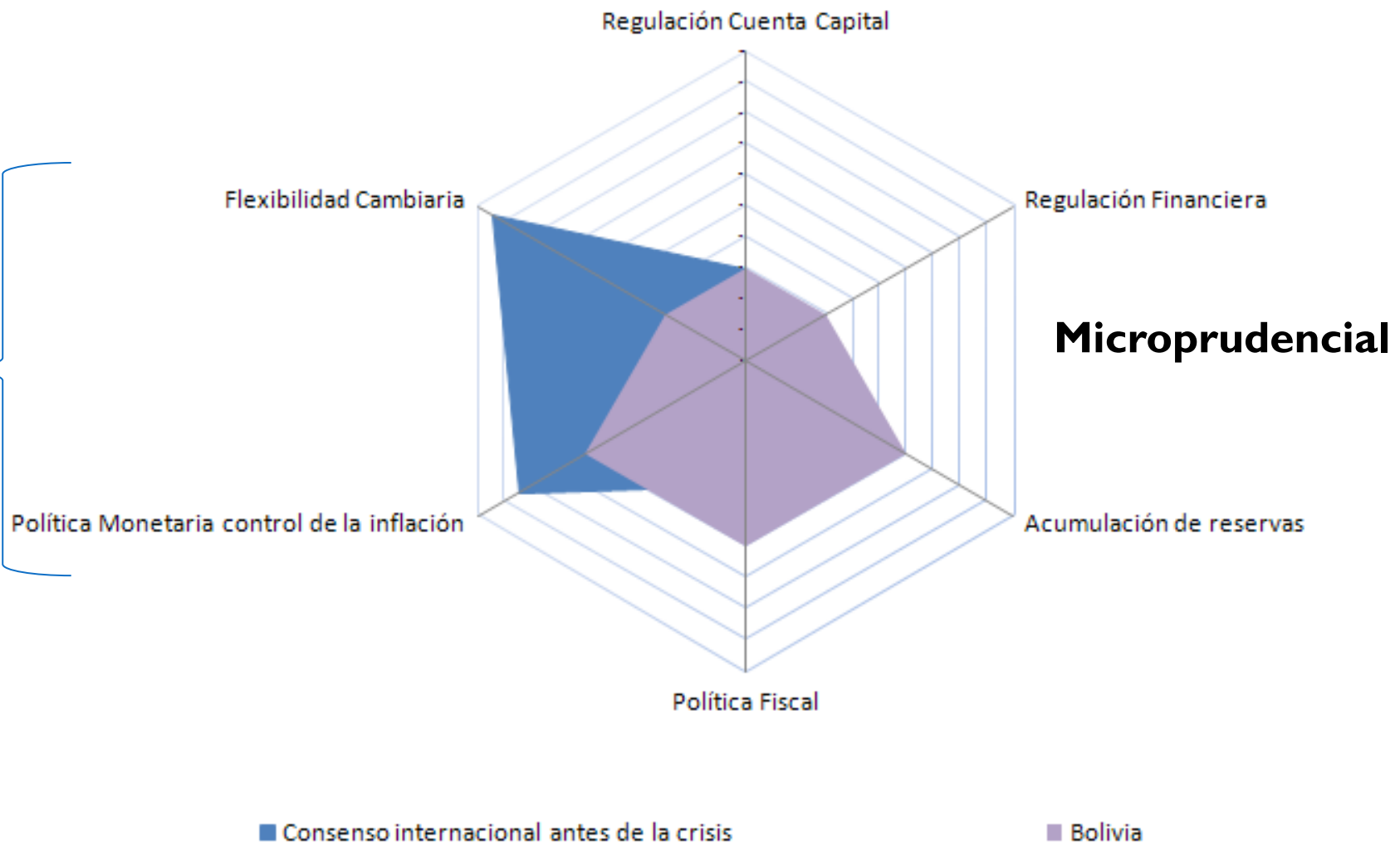
Distribución de Frecuencia de Medidas de Política Pre-crisis (en porcentaje del total de observaciones)



Fuentes: AREAER del FMI, Schindler (2009) y encuesta del FMI a los países
Las cifras reflejan la participación de los países con una medida en el año 2007

Política Económica antes de la crisis

IT

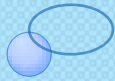


¿El fin de las Metas de Inflación?



Jeffrey Frankel / 16 de mayo del 2012

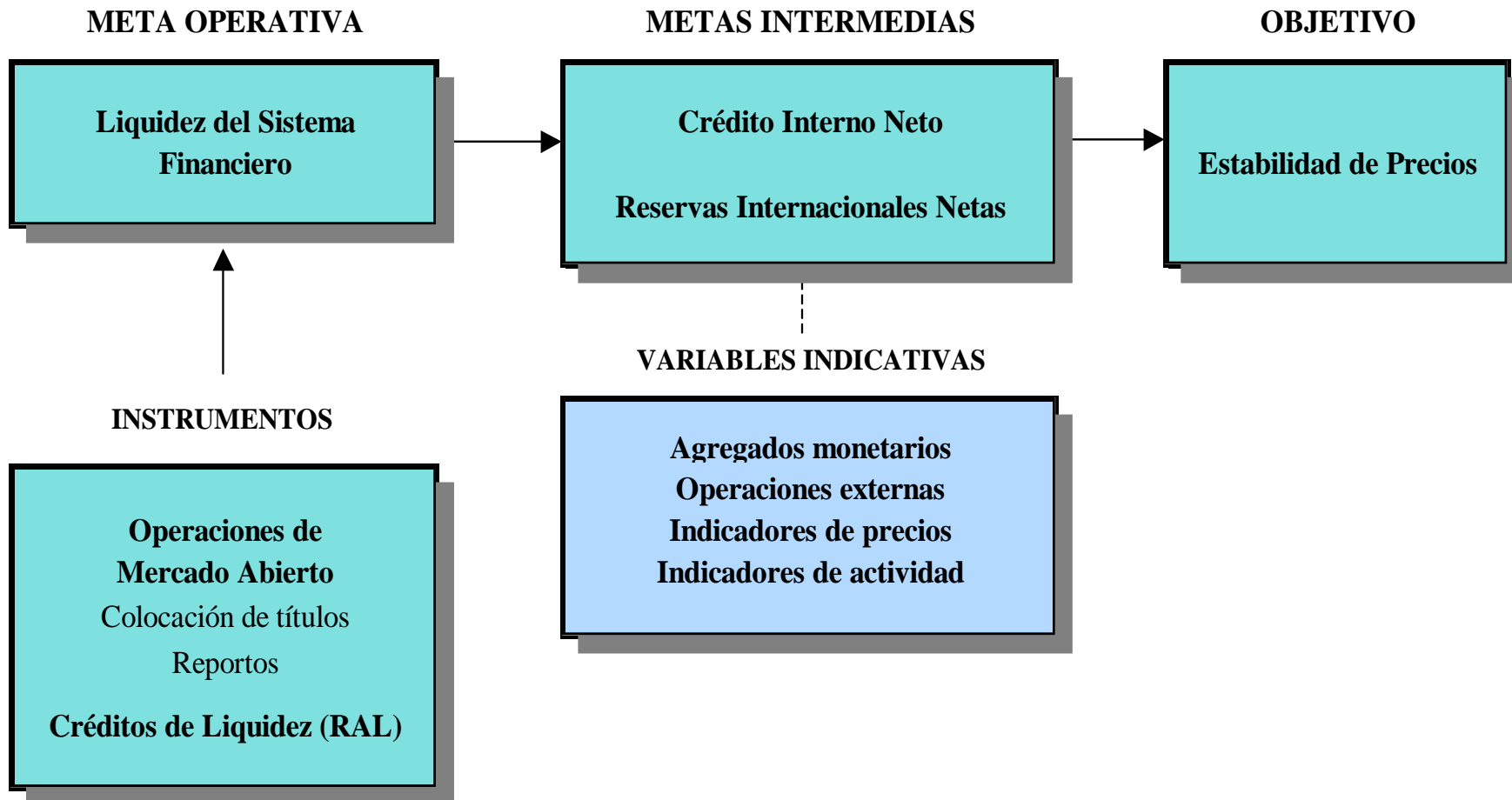
Aproximación a la política monetaria
y cambiaria del BCB



CASO BOLIVIANO

La Política Monetaria del BCB

Herramientas, metas y objetivo de la política monetaria del BCB



Objetivos del BCB

- Explícito: bajar la tasa de inflación: mantener la estabilidad de precios
- Implícitos:
 - Apuntalar la actividad económica
 - Estabilidad Cambiaria
 - Aumentar la bolivianización
 - Estabilidad Financiera
 - Movimiento de Capitales

Instrumentos del BCB

- Operaciones de Mercado Abierto
 - Colocaciones directas
- Mecanismo de descuento
 - Créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL
 - Mecanismo de atención automática de requerimientos de liquidez con garantía del encaje legal en títulos
- Tasas de encaje diferenciadas en moneda nacional y en moneda extranjera
- Política cambiaria y el Bolsín
- Límites a la Posición de Cambios
- Comisiones por transferencias al y del exterior
- Crédito del Banco Central al Sector Público
 - Liquidez
 - Emergencias
 - ***Inversión en las Empresas Estratégicas, mediante Ley.***

Objetivos

Explícito:

- Bajar la tasa de inflación: mantener la estabilidad de precios
- [Contribuir a apuntalar el ritmo de la actividad económica]

Implícitos:

- Estabilidad Cambiaria
- Aumentar la bolivianización
- Estabilidad Financiera
- Aumento del crédito productivo
- Movimiento de Capitales

Instrumentos

- Operaciones de Mercado Abierto: oferta de títulos públicos de regulación monetaria: liquidez del SF y el volumen de los medios de pago.
- Tasa de Encaje
- Colocaciones directas del BCB
- Tipo de cambio administrado
- Posición de Cambios en ME
- Aumento de Reservas
- Bolsín- Divisas sector estatal exportador.
- Comisión de transferencias al exterior y del exterior

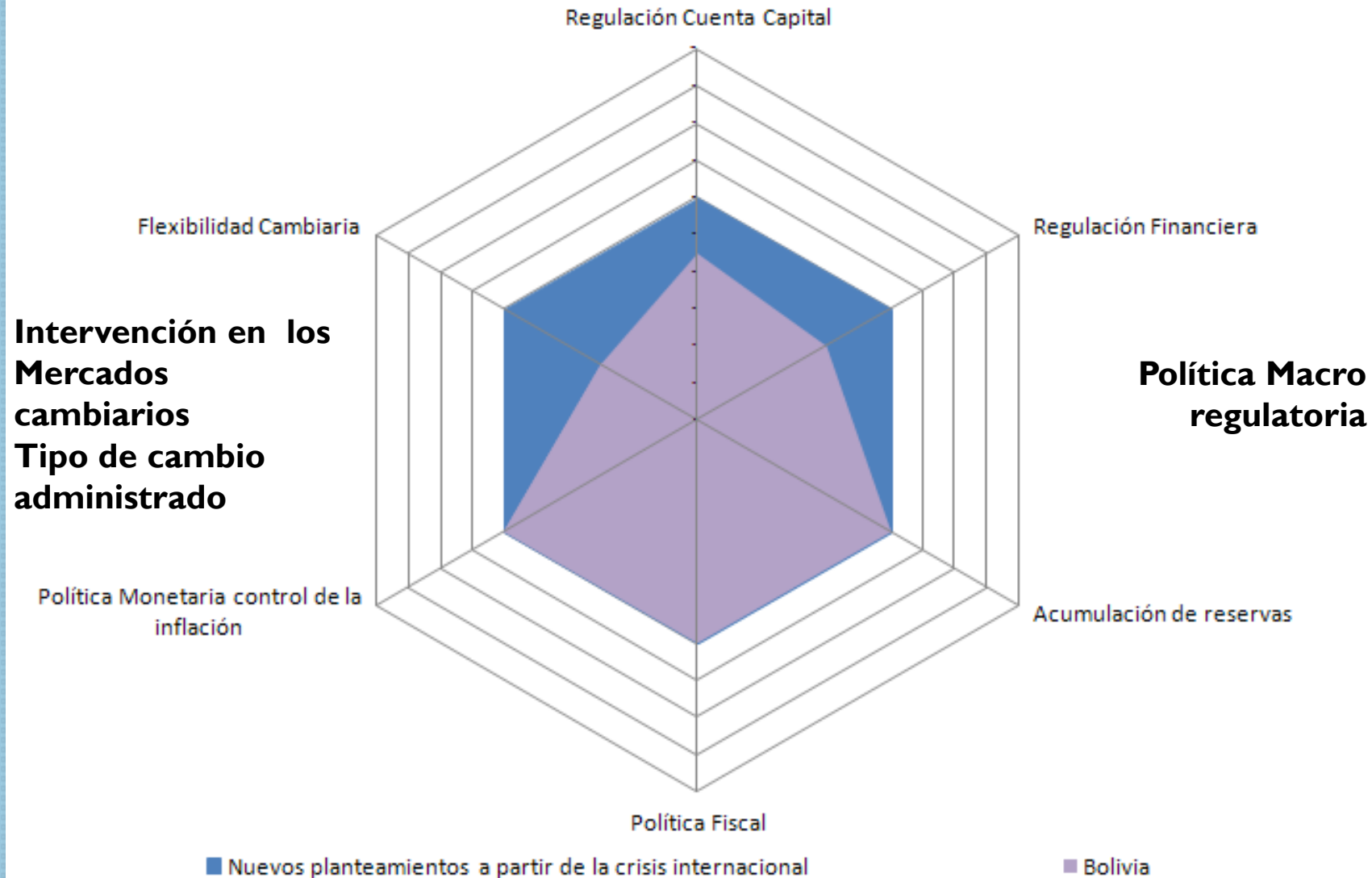


Inflación, instrumentos y otros objetivos

	<u>Objetivo</u>	<u>Otros objetivos</u>			
	Reducir Inflación	Demanda interna	Bolivianización	Crédito MN	Crédito ME
Instrumentos					
OMA	↓	↓		↓	↓
Política cambiaria Apreciación	↓	↑ CI	↑	↑	↓
Encaje legal Diferenciado	↓	↓	↑	↑	↓

CI: Componente importado de la demanda interna: $C_m + I_m$

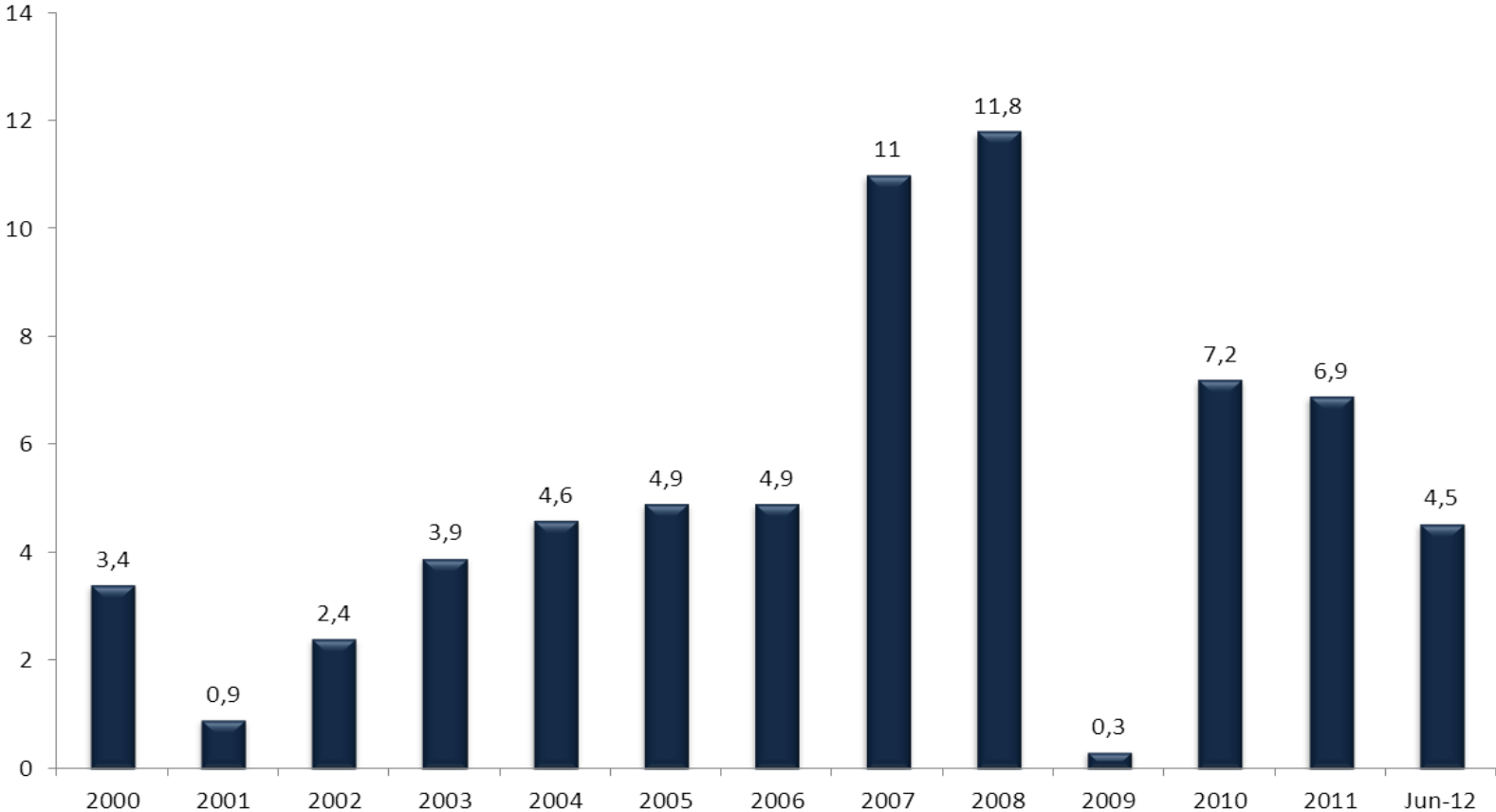
Políticas Económicas después de la crisis



- Las políticas del BCB han tenido un carácter contracíclico actuando con medidas oportunas para que la inflación disminuya y para coadyuvar con la mitigación de los ciclos económicos con el uso de instrumentos heterodoxos.
- Las OMAs regulan los impulsos monetarios y regulan la liquidez vía volumen, pero vía tasa de rendimiento señalizan las tasa de interés del sistema financiero.
- La modificación de los requerimientos de encaje se utilizó para fomentar el crédito, consolidar la remonetización y promover una mejor administración de liquidez del sistema financiero.

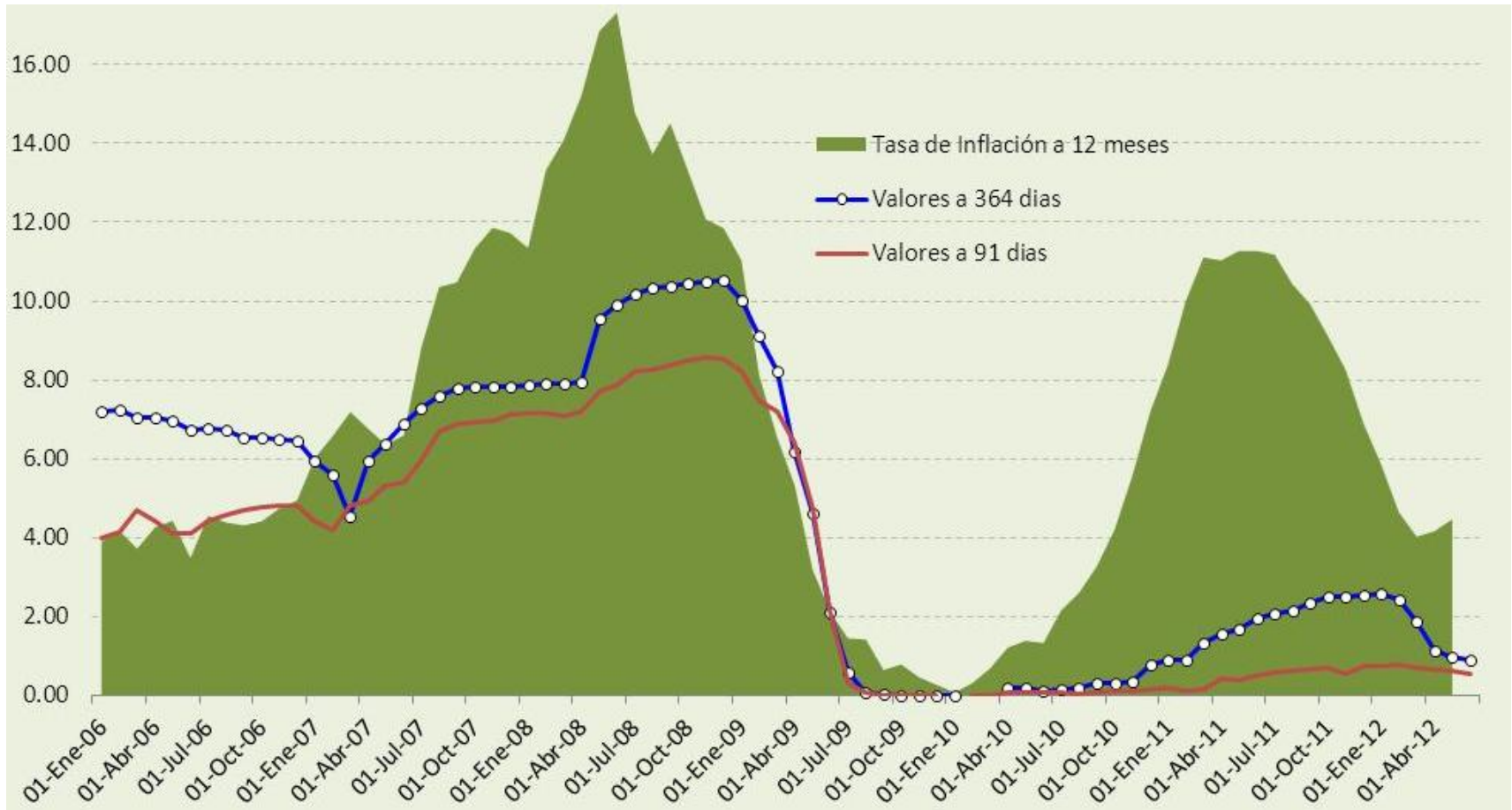
Inflación anual

(En porcentajes)



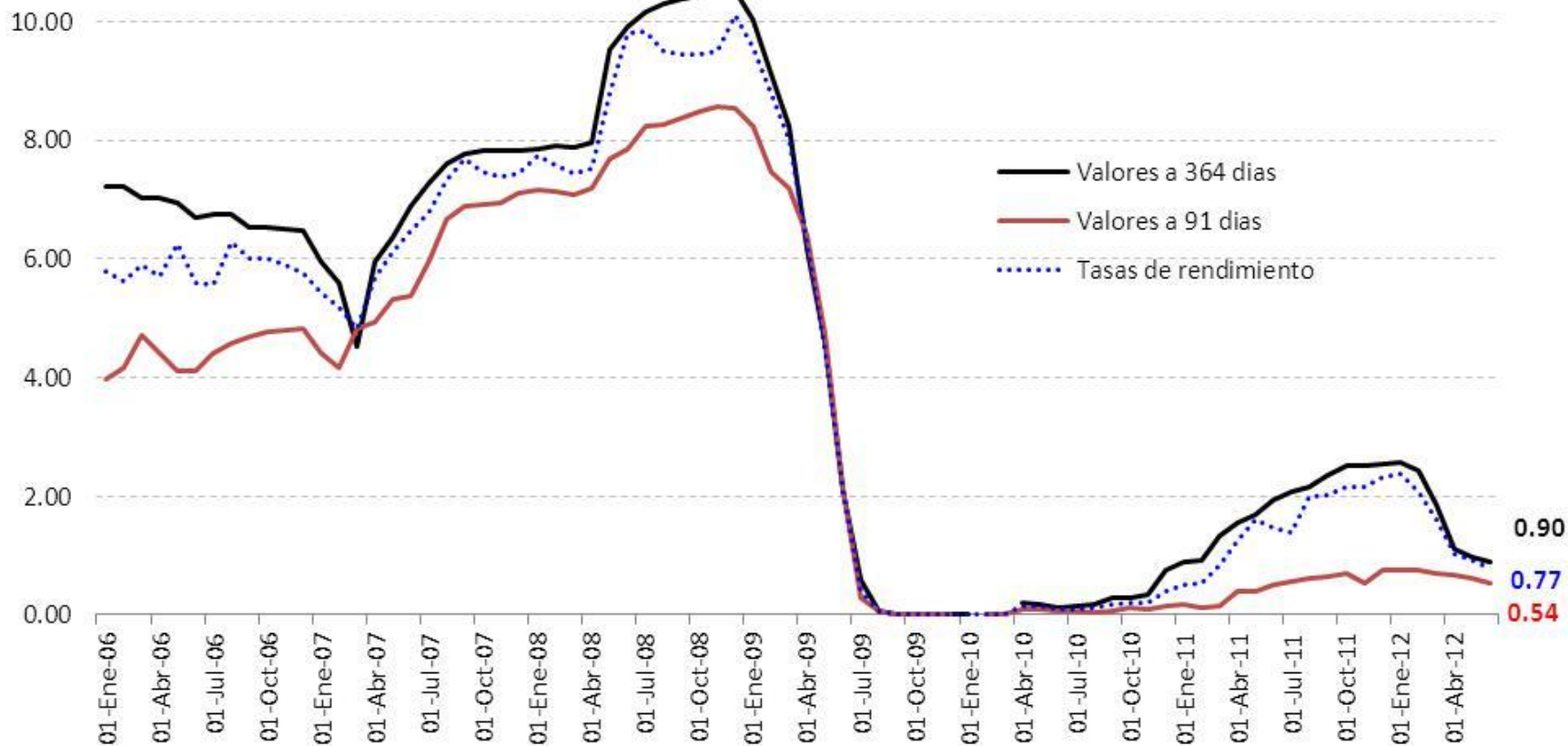
Fuente: INE
Elaboración: BCB – APEC

Tasa de OMA e inflación (En porcentajes)



Tasas promedio ponderadas de OMA

(En porcentajes)



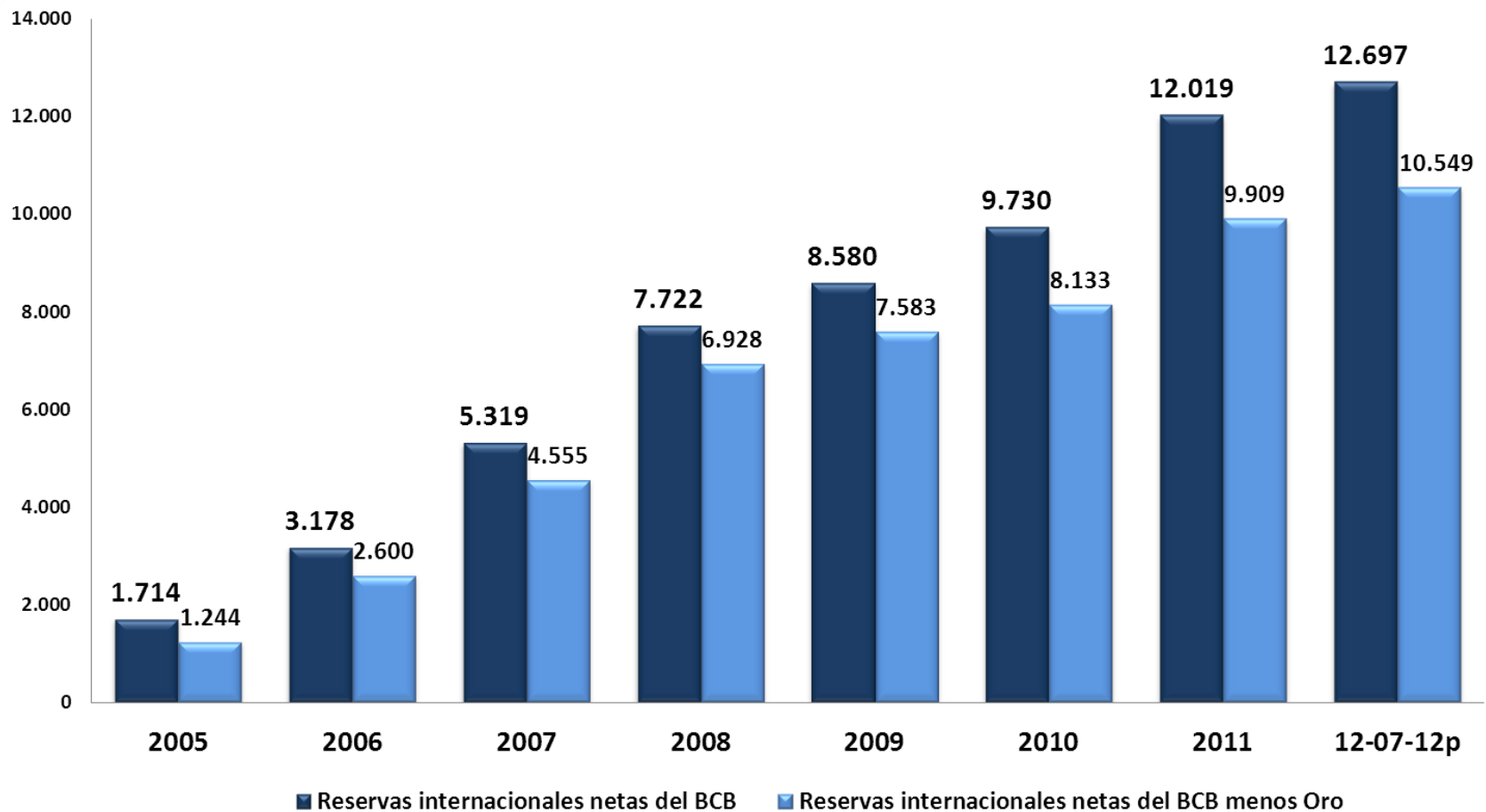
Régimen Cambiario

- El Bolsín permitió la acumulación de reservas desde 2005 cuando empezó el ciclo favorable de los precios productos básicos y la nacionalización de los hidrocarburos permitió las divisas de exportación se quedaran en el país y aumenten las reservas.
- La estabilidad cambiaria vía administración del tipo de cambio permitió contener la inflación (importada), favorecer la bolivianización y contribuir a la estabilidad del sistema financiero.

Reservas Internacionales del BCB

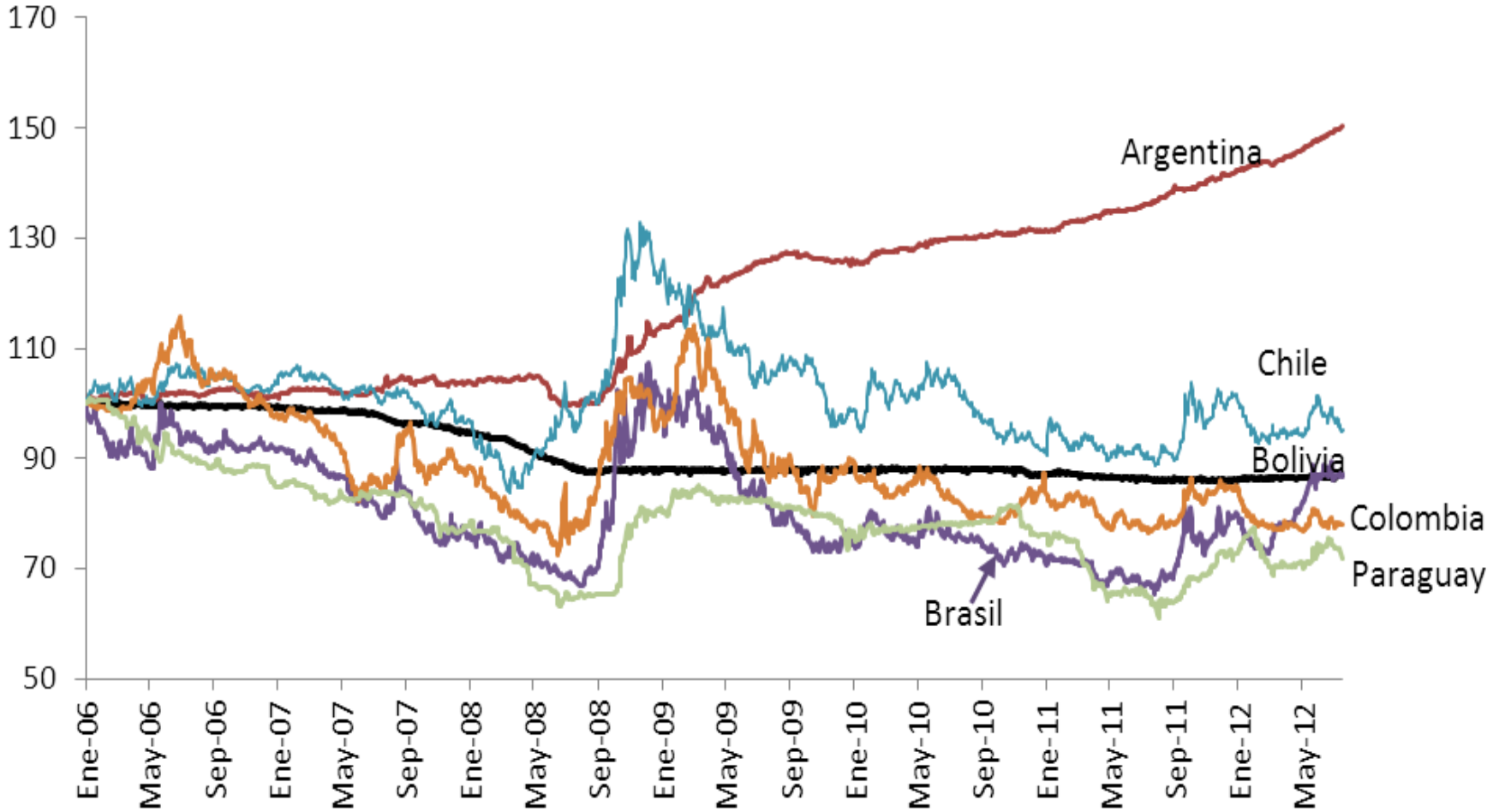
12 de julio de 2012

(En millones de dólares)



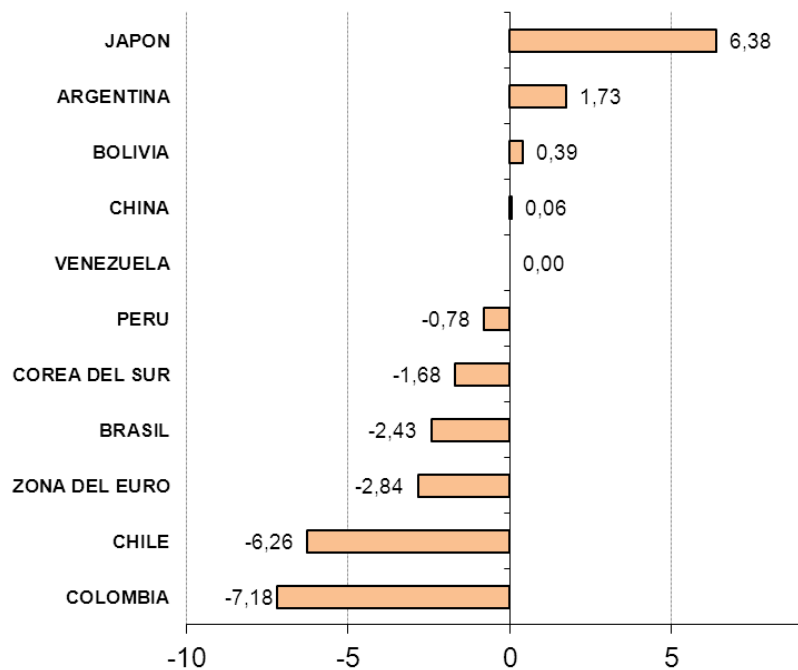
Fuente: Banco Central de Bolivia
 Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica
 Nota: p Cifras preliminares

Baja volatilidad del Tipo de Cambio Nominal (2006=100)



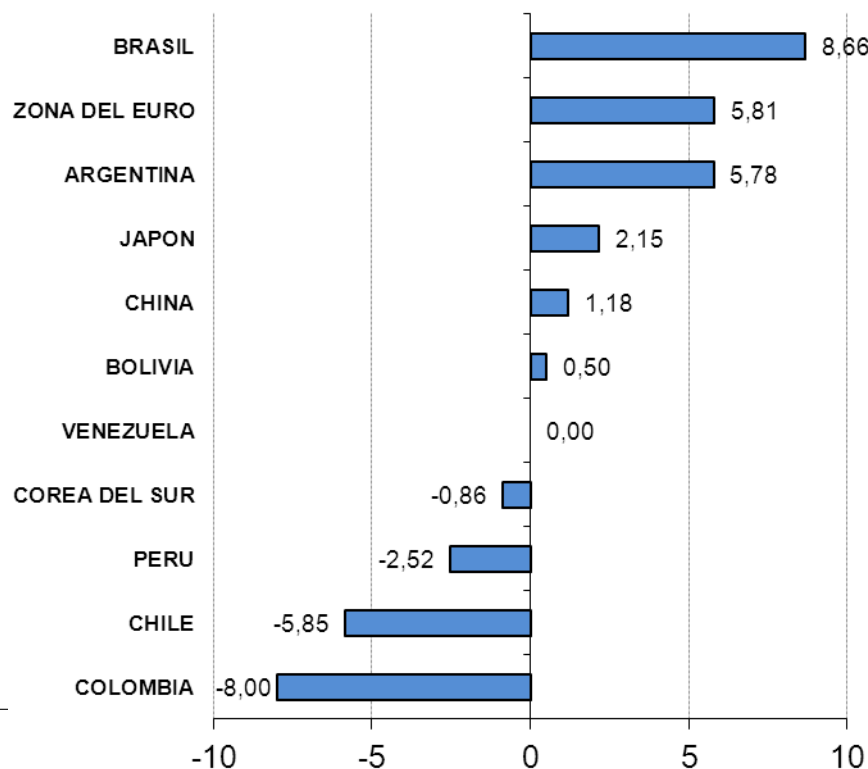
Apreciación (-) / Depreciación (+) de las Monedas de los Principales Socios Comerciales respecto al 30 de diciembre de 2011 (En porcentajes)

Al 30 marzo 2012



← *Apreciación* *Depreciación* →

Al 17 julio 2012



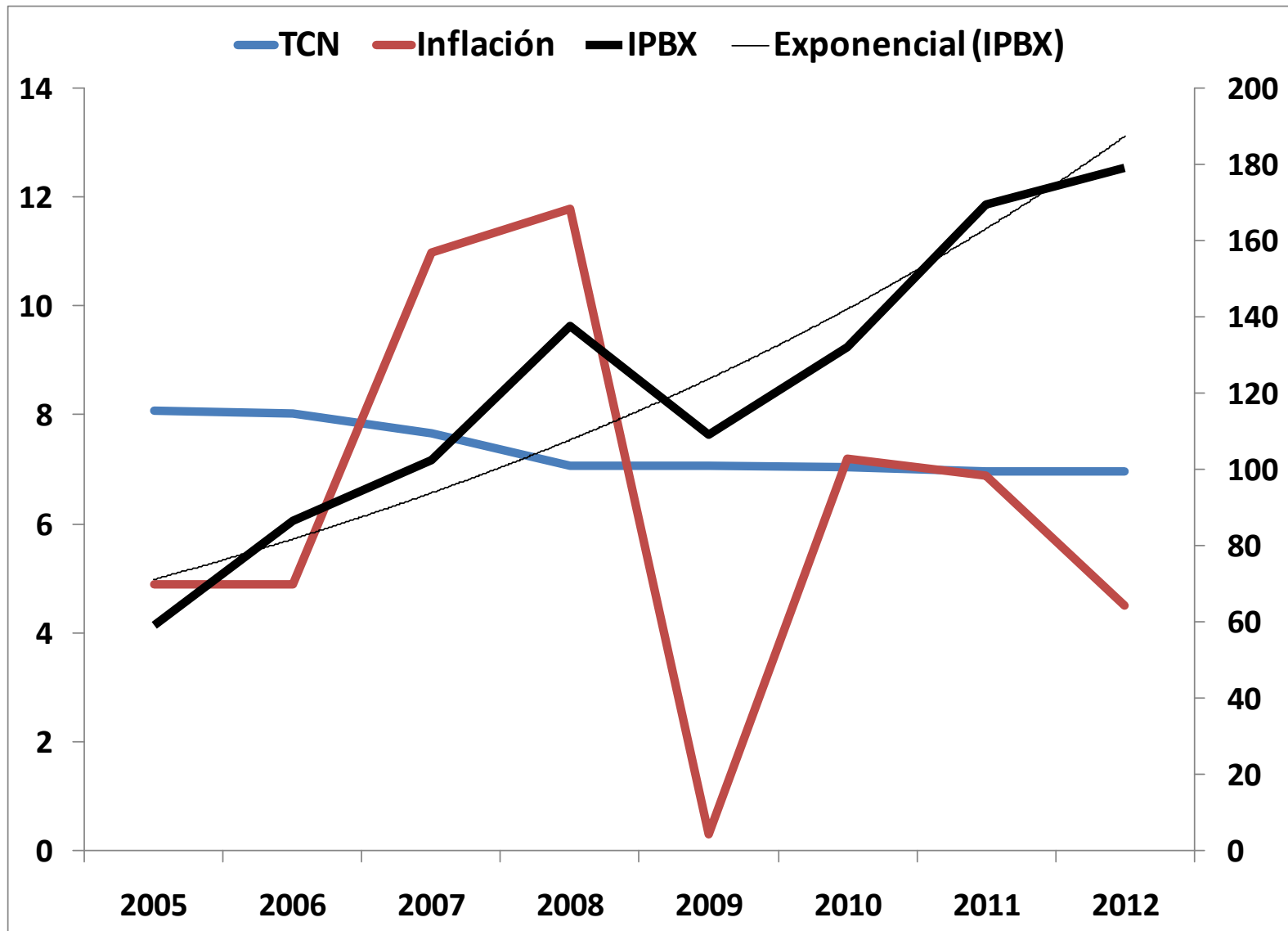
← *Apreciación* *Depreciación* →

Fuente: Banco Central de Bolivia

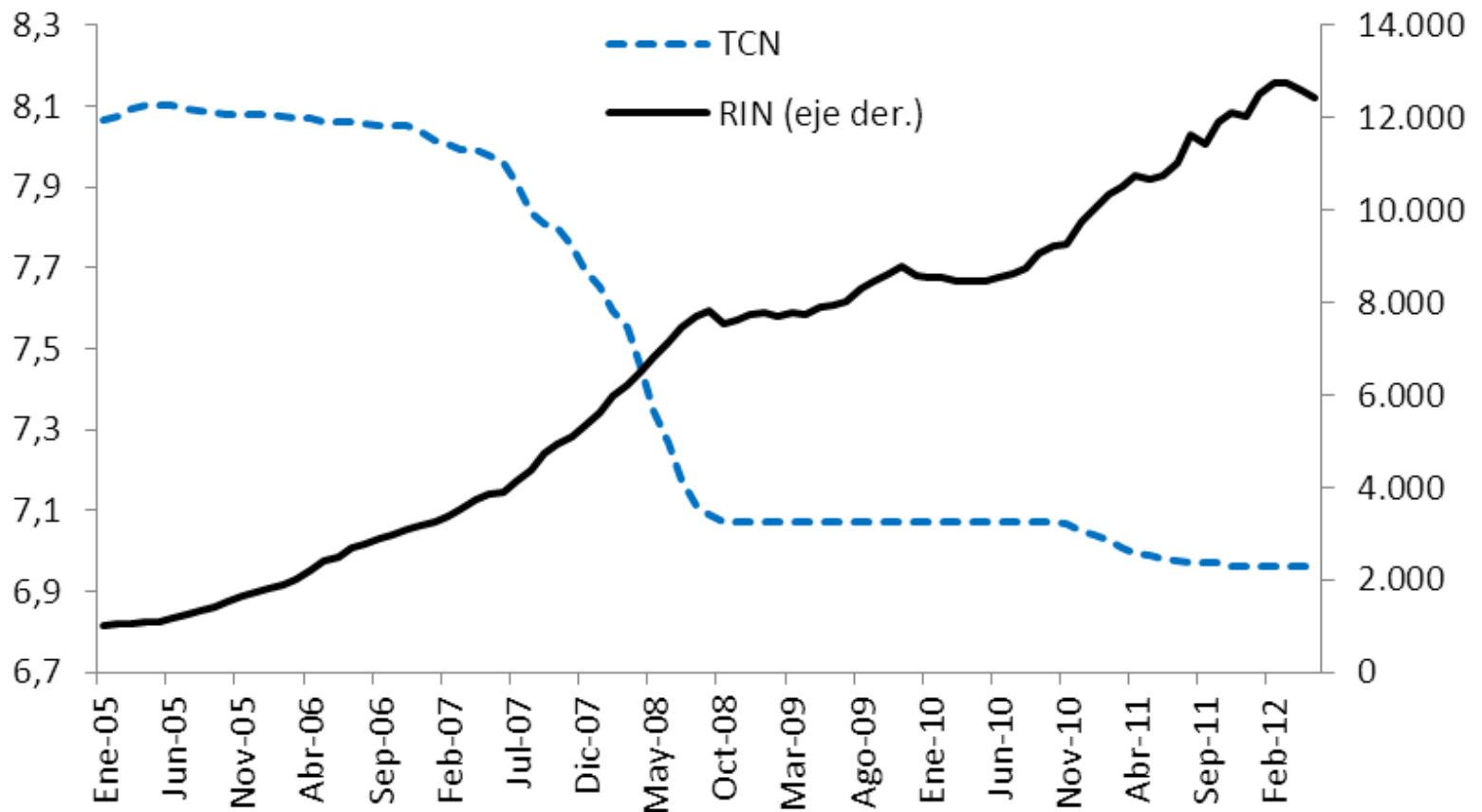
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica

Nota: El tipo de cambio de Bolivia corresponde al promedio de los tipos de cambio de operaciones del sistema financiero estándar y preferencial ponderado por monto de operación.

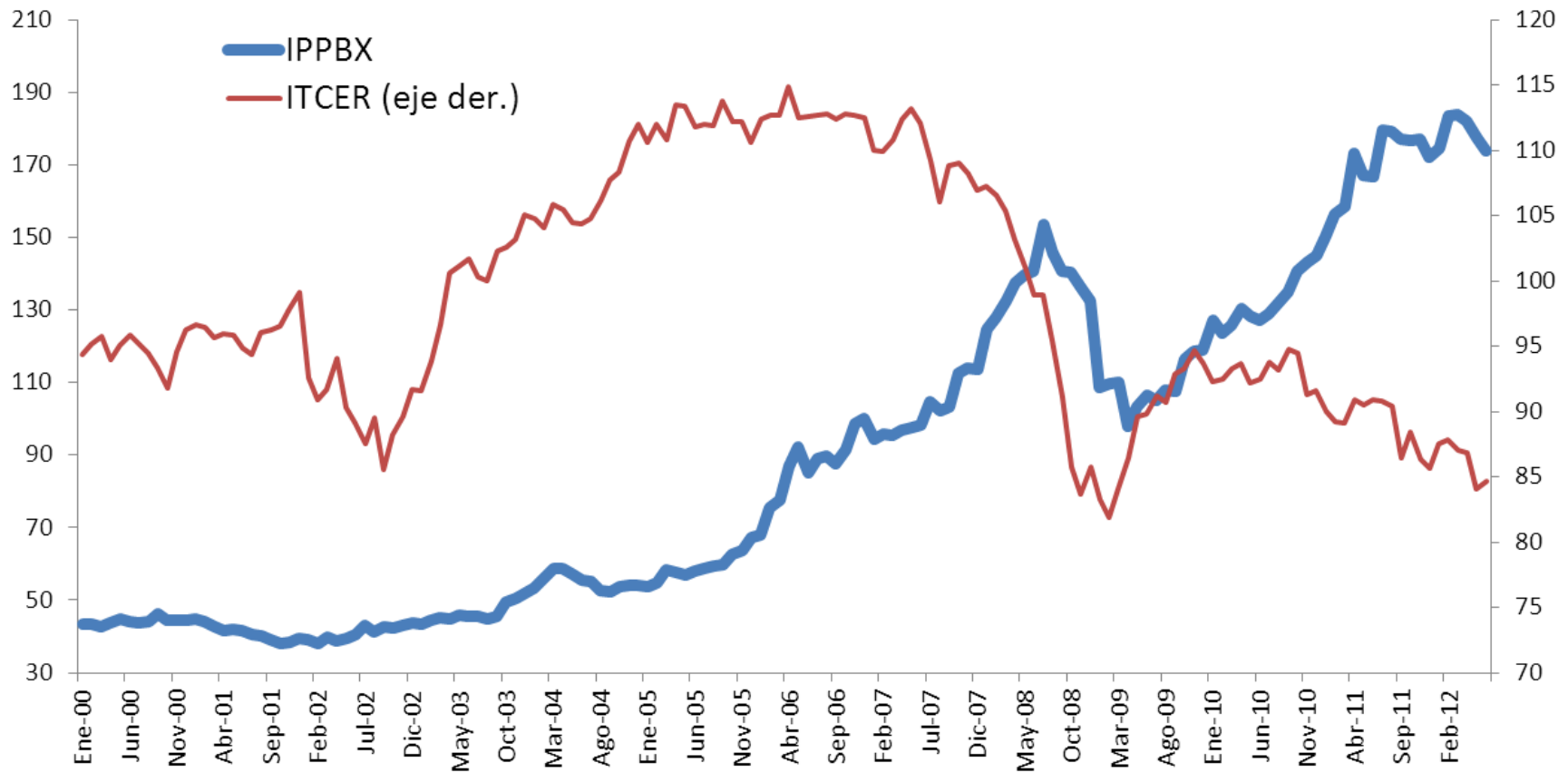
Tipo de cambio nominal, Inflación y IPPBX



Apreciación e incremento de reservas (en Bs/\$us y millones de \$us)

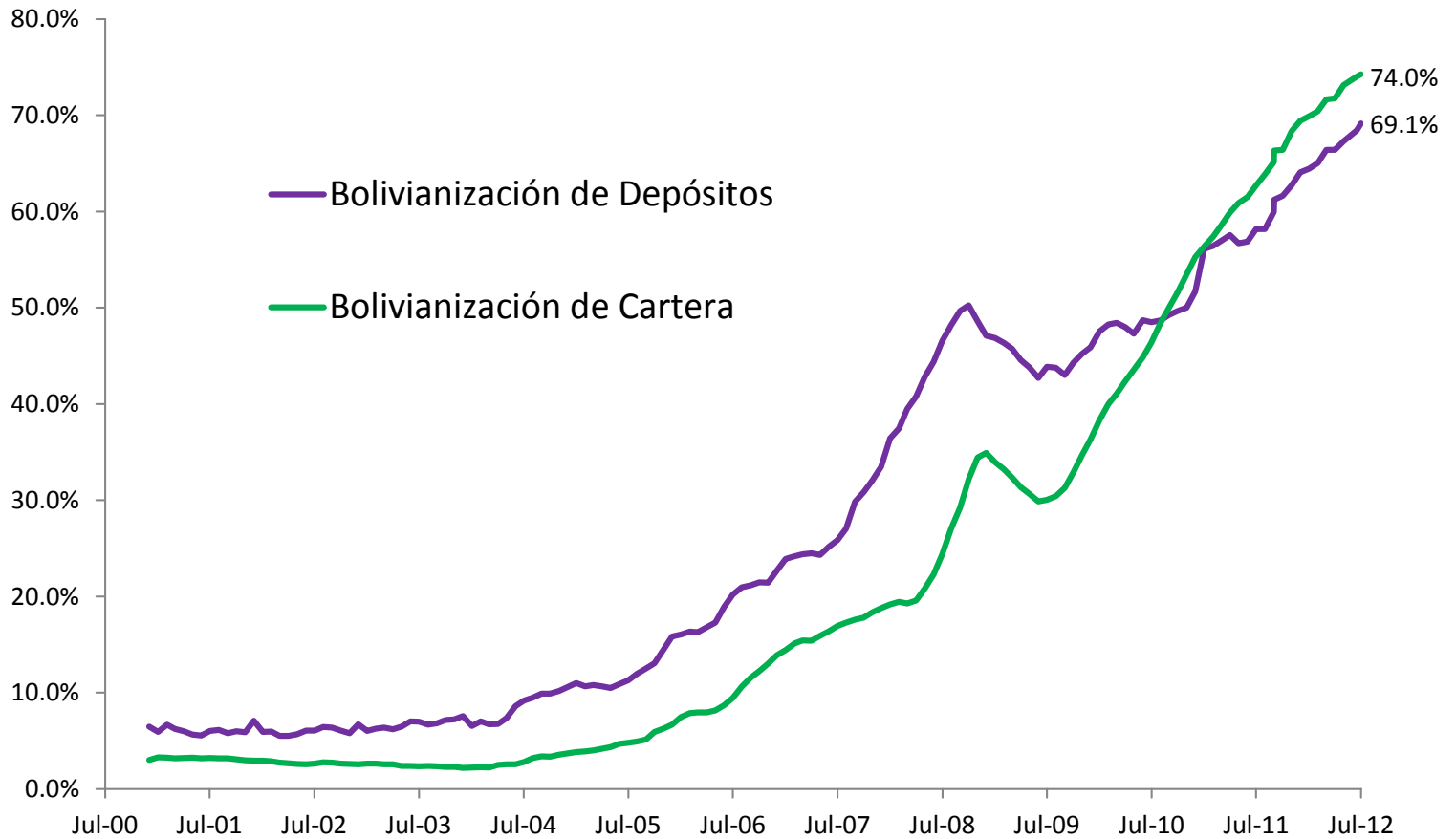


Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación (Diciembre 2006=100) Índice de Tipo de cambio Efectivo y Real (Agosto 2003=100)



Bolivianización de depósitos y cartera

(En porcentajes)





GRACIAS